

BAB 2

TINJAUAN PUSTAKA

2.1. Pelarian Modal (*Capital Flight*)

2.1.1. Konsep dan Definisi

Pelarian modal yang terjadi dari suatu Negara sering dibicarakan dan menjadi perhatian di kalangan akademisi dan praktisi ekonomi, baik secara teoritis maupun dampaknya terhadap perekonomian suatu Negara. Namun demikian belum ada suatu konsensus yang diterima semua pihak mengenai definisi pelarian modal (*Capital Flight*) itu sendiri.

Banyak pendapat yang berkembang tentang apa itu *Capital Flight* dan bagaimana menghitung atau mengestimasiya. Sebagian berpendapat bahwa semua modal yang keluar dari suatu Negara adalah *Capital Flight*, sebagian lainnya berpendapat bahwa *Capital Flight* merupakan selisih antara modal yang masuk dan modal yang digunakan Negara tersebut.

Capital Flight yang didefinisikan sebagai seluruh aliran modal keluar yang dilakukan oleh penduduk dari suatu Negara, sedangkan apabila modal dimaksud diinvestasikan pada perekonomian domestik akan meningkatkan tingkat pengembalian sosial (*return social*) dan potensi pertumbuhan ekonomi, merupakan definisi yang paling luas (*broad definition*) dan masih cukup sering digunakan karena kesederhanaan konsep serta mudah dalam penghitungannya. *Broad definition* mendefinisikan *Capital Flight* hanya dari satu sisi aliran modal saja, yakni aliran modal keluar. Dalam definisi ini dimasukkan seluruh peningkatan *asset* asing baik dari sektor domestik dan publik serta seluruh nilai yang tercatat maupun yang tidak tercatat dalam perekonomian sehingga dimungkinkan adanya overestimasi angka dari nilai yang sebenarnya.

Sedangkan definisi lain menyebutkan bahwa *Capital Flight* terjadi sebagai respon terhadap perlakuan yang diskriminatif terhadap modal domestik. Definisi ini menunjukkan bahwa pergerakan modal terjadi sebagai respon dari kondisi perubahan dan ketidakpastian yang tidak selalu dapat dijelaskan oleh teori

portofolio. Varman-Schneider, B. (1991) mengemukakan hal yang sama bahwa pergerakan modal keluar terjadi karena pemegang *domestic asset* memandang adanya suatu risiko dan *return profile* yang kurang menguntungkan sebagai dampak dari kondisi ketidakpastian yang ditimbulkan oleh adanya konflik kepentingan antara pemegang aset dengan pemerintah di suatu Negara (Cervenna, 2006). Sebaliknya, aliran modal masuk ke suatu Negara karena risiko dan *return profile* dianggap lebih baik oleh investor. Kedua jenis aliran modal (masuk dan keluar) ini dapat terjadi karena adanya perbedaan dampak terhadap investor domestik dan asing yang bersumber dari informasi asimetris terkait dengan hal-hal seperti risiko dan *return* investasi, serta risiko kondisi politik Negara. Misalnya saja investor domestik dan asing dihadapkan pada ketentuan perpajakan yang berbeda, atau perbedaan kemampuan dari keduanya untuk mengantisipasi investasinya terhadap risiko ekonomi/politik yang ada, atau perbedaan informasi penting lainnya yang dimiliki oleh masing-masing investor.

Varman-Schneider, B. (1991) juga menyebutkan bahwa pelarian modal diartikan sebagai *one way flow of capital* yang keluar dari suatu negara. Sedangkan *two way flows of capital* dikategorikan sebagai *intermediate Capital Flight* dimana modal dapat mengalir keluar ataupun masuk ke suatu Negara. Dalam survey yang telah dilakukannya, dapat dirumuskan bahwa aliran arus modal dimaksud dapat terjadi karena pengaruh risiko ekonomi dan *return* yang ada di suatu Negara, sebagaimana terlihat dalam Tabel 2.1. :

Tabel 2.1. Faktor-Faktor yang menjelaskan *International Capital Flows*

	One Way Flows	Two Way Flows
<i>Economic Risks and Returns</i>	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Natural resource endowments</i> - <i>Terms of trade</i> - <i>Technological changes</i> - <i>Demographic shifts</i> - <i>General economic management</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Differences in absolute riskiness of economies</i> - <i>Low correlation of risky outcomes across countries</i> - <i>Differences in investor risk preferences</i>
<i>Financial Risks and Returns, relative to economic risks and returns</i>	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Taxes (deviations from world levels)</i> - <i>Inflation</i> - <i>Default on government obligation</i> - <i>Financial repression</i> - <i>Taxes on financial intermediation</i> - <i>Political Instability, potential confiscation</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - <i>Differences in taxes and their incidence between residents and nonresidents</i> - <i>Differences in nature and incidence of country risk</i> - <i>Asymmetric application of guarantees</i> - <i>Different interest ceilings to residents and non residents</i> - <i>Different access to foreign exchange denominated claims</i>

Sumber : Varman-Schneider, B. (1991)

Aliran arus modal keluar yang normal (*normal capital outflow*) didasarkan pada fakta bahwa aliran arus modal terjadi karena perbedaan beberapa risiko ekonomi dan *return* yang dihasilkan dari modal yang ditanamkan di suatu Negara. Ini terlihat pada bagian atas tabel yang mayoritas merepresentasikan perbedaan *return* berdasarkan tingkat risiko yang mungkin terjadi antar Negara (*risk-adjusted return across country*).

Sedangkan dari bagian bawah tabel dapat disimpulkan faktor-faktor yang mempengaruhi aliran arus modal yang terjadi akibat intervensi pemerintah. Dari tabel tersebut di atas disimpulkan bahwa *true Capital Flight* adalah aliran modal satu arah (*one way flows*) yang terjadi atau disebabkan oleh faktor-faktor pada kuadran kiri bawah.

Terminologi pelarian modal (*Capital Flight*) dalam literatur ilmu ekonomi memang tidak secara jelas diartikan secara umum dan diterima secara luas sehingga selain definisi tersebut di atas, berkembang pula beberapa konsep dan definisi pelarian modal, yang diantaranya dikemukakan Halwani (2005) :

1. Pelarian modal didefinisikan sebagai semua arus modal keluar (*capital outflow*) dari Negara sedang berkembang dengan tidak melihat latar belakang terjadinya arus modal keluar tersebut dari dalam negeri dan tidak memperhatikan jenis arus modal keluar tersebut.
Definisi ini dilatarbelakangi oleh pendapat bahwa di Negara sedang berkembang terjadi kelangkaan modal sehingga arus modal keluar berarti hilangnya potensi pertumbuhan ekonomi domestik yang semestinya ditopang oleh investasi yang bersumber dari modal dimaksud.
2. Pelarian modal didefinisikan sebagai arus modal keluar jangka pendek (*short term capital flow*) dengan tujuan spekulasi atau yang disebabkan karena adanya ketidakstabilan situasi ekonomi dan politik di dalam negeri. Definisi ini memperhatikan jenis arus modal yang keluar, yakni arus modal keluar yang bersifat jangka pendek, dimana sifatnya tidak menetap dan terus menerus di luar negeri, tetapi sewaktu-waktu dapat ditarik kembali ke dalam negeri.
3. Pelarian modal adalah semua arus modal keluar jangka pendek baik yang tercatat maupun tidak tercatat untuk tujuan spekulasi atau yang disebabkan ketidakstabilan situasi ekonomi dan politik dalam negeri. Definisi ini sejalan dengan pengertian *Capital Flight* yang dikemukakan oleh Cuddington (1986).
4. Pelarian modal didefinisikan sebagai hutang luar negeri (*gross external debt*) yang disalahgunakan, dimana seharusnya digunakan sebagai sumber investasi yang diperlukan dalam pembangunan perekonomian Negara menjadi dipergunakan untuk kepentingan lain (individu tertentu atau pemerintah).
Definisi ini menunjukkan bahwa pelarian modal akan berpengaruh terhadap beban utang luar negeri yang harus ditanggung karena penyalahgunaan modal dari hutang luar negeri dapat berdampak negatif terhadap kemampuan Negara di masa mendatang dalam melakukan pembayaran utang tersebut (*future debt repayment*).

Sebagian pihak lainnya berasumsi bahwa *Capital Flight* mengindikasikan adanya suatu transaksi ilegal dalam kegiatan perdagangan antar Negara, misalnya pemalsuan dokumen yang dilakukan dengan pelaporan kegiatan ekspor dan impor yang tidak sesuai dengan jumlah yang sebenarnya sehingga modal tetap berada di luar Negara tersebut.

2.1.2. Pengukuran *Capital Flight*

Perbedaan definisi dan asumsi dalam menentukan *Capital Flight* yang ada menyebabkan pengukuran besarnya *Capital Flight* yang terjadi di suatu Negara tidak dapat digeneralisir karena menghasilkan suatu besaran angka yang berbeda-beda. Oleh karena itu digunakanlah metode pendekatan atau estimasi perhitungan. Secara umum metode-metode estimasi yang digunakan dalam pengukuran *Capital Flight* ini dapat dibedakan menjadi 2 yaitu :

1. *Direct Measures*

Pengukuran ini menggunakan data-data yang ada dalam neraca pembayaran dan lebih fokus pada aliran modal keluar jangka pendek (*short term capital outflows*) yang memandangnya sebagai respon cepat terhadap perubahan level risiko investasi, bersifat spekulatif dan dikenal dengan sebutan *hot money*. Pada dasarnya *hot money* ini secara alamiah dapat mengalir kembali ke dalam Negara tersebut apabila risiko yang sebelumnya bersifat negatif berubah dan kemudian kondisi dianggap jauh lebih baik.

Salah satu peneliti yang mengestimasi *Capital Flight* dengan metode pengukuran ini adalah John T. Cuddington (1986) dimana *Capital Flight* (CFcu) dipandang sebagai akuisisi dari *asset* asing jangka pendek (*short term foreign asset*) yang dilakukan oleh sektor swasta non bank. Cuddington mengestimasi *Capital Flight* menggunakan data pada neraca pembayaran yang memuat arus modal keluar jangka pendek dari sektor perbankan (*short term capital of deposit money bank*), sektor pemerintah (*short term capital of official resident*) dan sektor lainnya. Data arus modal keluar jangka pendek dari sektor lainnya inilah yang digunakan Cuddington untuk mengestimasi *Capital Flight* karena mewakili arus modal keluar jangka pendek sektor swasta yang pemilikan *asset* luar negerinya

relatif besar dan sulit dijangkau oleh pengaturan otoritas moneter namun bersifat tercatat. Asumsinya *Capital Flight* merujuk pada perilaku spekulatif yang mendorong pergerakan aliran modal keluar sebagai respon dari kondisi suatu Negara yang negatif bagi investasi, misalnya adanya krisis politik dan keuangan, ketentuan perpajakan yang memberatkan, devaluasi mata uang dan kondisi inflasi yang tinggi.

Sedangkan untuk mewakili data arus modal keluar jangka pendek yang tidak tercatat digunakan nilai yang tercantum pada *errors and omissions* di neraca pembayaran. Asumsi ini didasarkan bahwa *Capital Flight* mengindikasikan adanya transaksi ilegal yang tentunya disembunyikan keberadaannya.

Secara matematis, persamaan *Capital Flight* menurut Cuddington (1986) dapat dituliskan sebagai berikut :

$$CF_{CU} = - (EO + OSC) \quad \dots\dots\dots 2.1.)$$

dimana,

CF_{CU} = *Capital Flight* Cuddington

EO = *Errors and Omissions*

OSC = *Other Short term Capital of Private Sector*/ arus modal keluar jangka pendek sektor swasta atau lainnya

Pro kontra diutarakan kalangan peneliti mengenai estimasi besarnya *Capital Flight* dengan metode ini. Menurut Kant (1996) investor dapat memiliki *asset* asing yang bersifat *short term* dan *long term* dengan pertimbangan dan motivasi yang sama dan dampaknya terhadap Negara asal investor sama pula. Misalnya dari sisi likuiditas, obligasi pemerintah yang merupakan *long term investment* juga memiliki tingkat likuiditas yang tinggi sama halnya dengan *short term investment*. Sedangkan *errors and omissions* dalam neraca pembayaran merupakan komponen penyeimbang neraca pembayaran yang mencatat transaksi antar Negara yang belum tertampung pada komponen lainnya. Sumbangan nilai *errors and omissions* dapat bersumber dari kesalahan pencatatan, kesalahan pembukuan maupun efek tunda waktu (*time lag*). Disamping itu, nilainya yang

dalam bentuk *netto* menyulitkan untuk mengetahui sumbernya apakah dari kesalahan pencatatan, kesalahan pembukuan, atau *time lag* dari komponen perdagangan antar Negara (ekspor/impor) atau arus modal.

2. *Indirect Measures*

Pengukuran ini menggunakan pendekatan residual antara 4 (empat) komponen dalam neraca pembayaran, yakni peningkatan hutang luar negeri (*external debt*), masuknya investasi asing yang langsung (*net inflows of foreign direct investment/FDI*), peningkatan cadangan devisa (*foreign exchange reserves*), dan defisit neraca transaksi berjalan (*deficit current account*). Pengukuran ini utamanya mengukur *net foreign claims* oleh pihak swasta dengan menggunakan asumsi bahwa arus modal masuk (*inflows*) atau *sources of funds* digunakan untuk mendanai defisit pada neraca transaksi berjalan dan perubahan cadangan devisa atau arus modal yang keluar (*outflows*) sehingga residual dari keduanya diindikasikan sebagai *Capital Flight*. Hal ini menunjukkan bahwa *indirect measures* dari *Capital Flight* tidak memfokuskan pada dampak kebijakan nasional terhadap pergerakan arus modal, tidak membedakan apakah aliran modal bersifat spekulatif atau non spekulatif maupun aliran modal merupakan hal yang normal atau abnormal.

Sebagaimana tercantum dalam salah satu bagian dalam laporan yang dikeluarkan Bank Dunia pada tahun 1985 (World Bank's World Development Report 1985), Bank Dunia termasuk pihak yang pertama kali menggunakan pendekatan *indirect measure* dalam pengukuran *Capital Flight* terhadap beberapa Negara di dunia. World Bank menggunakan 4 (empat) komponen tersebut di atas namun dengan modifikasi pada data hutang luar negeri. Data hutang luar negeri yang digunakan bukan bersumber pada neraca pembayaran melainkan data yang bersumber pada World Debt Table yang dipublikasikan oleh World Bank sendiri. Hal tersebut dilakukan dengan pertimbangan bahwa data hutang pada neraca pembayaran tidak konsisten yang kemungkinan dipengaruhi oleh perubahan nilai tukar dan perubahan yang terjadi dalam pengklasifikasian hutang yang dilaporkan World Bank.

Capital Flight menurut World Bank secara matematis dapat dinyatakan dalam persamaan sebagai berikut :

$$CF_{WB} = IED + NFDI + CAD + IOR \quad \dots\dots 2.2)$$

dimana,

CF_{WB} = *Capital Flight* World Bank

IED = *Increase in External Debt*

NFDI = *Net FDI*

CAD = *Current Account Deficit*

IOR = *Increase in Official Reserves*

Chunhachinda dan Sirodom (2007), menyebutkan bahwa kelemahan dari pendekatan *indirect measure* dalam pengukuran *Capital Flight* adalah kemungkinan ketidakakuratan angka hutang luar negeri yang digunakan mengingat data hutang luar negeri yang bersumber pada data World Debt Table menggunakan denominasi US Dollar sedangkan beberapa Negara tertentu memiliki hutang luar negeri dalam mata uang asing lainnya sehingga masih terdapat pengaruh perubahan nilai tukar antara kedua mata uang tersebut. Kelemahan lainnya adalah kemungkinan terjadi *over* estimasi terhadap *Capital Flight* yang terjadi di Negara yang tingkat pinjaman luar negerinya tinggi namun tidak mengalami kekurangan cadangan devisa (*shortage of reserves*).

2.2. Teori-Teori yang digunakan sebagai Landasan Berpikir

2.2.1. Pasar Valuta Asing dan Penentuan Nilai Tukar Mata Uang

Valuta asing (*foreign exchange*) diartikan sebagai mata uang dari negara lain (*foreign currency*) dari suatu perekonomian. Valuta asing atau valas bagi perekonomian Indonesia misalnya adalah mata uang selain Rupiah dan biasanya mata uang dimaksud diperdagangkan antar Negara atau kawasan ekonomi yang memiliki hubungan ekonomi yang secara langsung dan intensif. Pasar valas pada dasarnya adalah jaringan kerja (*network*) dari perbankan dan lembaga keuangan yang melaluinya mata uang dimaksud dapat saling dipertukarkan. Analog dengan

pasar barang dan jasa maka di pasar valas juga terjadi permintaan maupun penawaran terhadap valas (Rahardja & Manurung, 2005).

Permintaan valas timbul apabila penduduk suatu Negara membutuhkan barang dan jasa yang diproduksi oleh Negara lain, artinya jika impor meningkat maka permintaan valas juga meningkat. Sedangkan dari sisi penawaran, penawaran valas meningkat bila Negara lain mengimpor barang dari suatu Negara (*home country*) atau ekspor yang meningkat. Perubahan ekspor dan impor dimaksud merupakan variabel yang menggeser (*shifting*) kurva permintaan dan penawaran valas. Impor yang semakin banyak akan menggeser kurva permintaan valas ke kanan, sedangkan bila ekspor yang meningkat maka kurva penawaran valas yang bergeser ke kanan. Penawaran valas juga dipengaruhi oleh arus modal yang masuk dan keluar dimana arus modal masuk (*capital inflow*) yang lebih tinggi dibandingkan arus modal keluar (*capital outflow*) akan menggeser kurva penawaran ke kanan. Pergerakan di sepanjang kurva permintaan valas (*movement along demand/supply curve*) dipengaruhi oleh faktor-faktor harga mata uang asing (nilai tukar), tingkat pendapatan, tingkat bunga relatif, selera, ekspektasi, dan kebijakan pemerintah (Rahardja & Manurung, 2005).

Harga mata uang dimaksud terbentuk melalui suatu mekanisme penentuan nilai tukar yang salah satunya berdasarkan teori pendekatan moneter. Dalam penentuan nilai tukar dengan pendekatan moneter dapat dilihat adanya suatu keseimbangan yang terjadi pada pasar uang dalam negeri dan pasar uang luar negeri sehingga nilai tukar terbentuk.

Levich (2001) mengemukakan bahwa penentuan nilai tukar dengan pendekatan moneter merupakan hasil hubungan langsung antara prinsip paritas daya beli (*purchasing power parity*/PPP) dan teori permintaan - penawaran uang (*quantity theory of money*). Dimana prinsip paritas daya beli menyebutkan bahwa nilai tukar (*exchange rate*) satu negara terhadap negara lainnya merupakan harga relatif barang-barang dari kedua Negara dimaksud atau *spot* nilai tukar (*Spot exchange rate*/S) merupakan harga relatif dari uang di kedua Negara. Dalam konteks ini, perilaku nilai tukar merefleksikan evolusi dari permintaan dan penawaran relatif dari uang di kedua Negara.

Dalam pendekatan moneter terdapat model penentuan nilai tukar yang disebut *flexible price models* yang menggunakan asumsi bahwa harga barang domestik sepenuhnya fleksibel. Dengan demikian apabila penawaran uang domestik meningkat sebesar x persen maka harga barang domestik juga meningkat sebesar x persen dan mata uang domestik terdepresiasi sebesar x %. Model ini memegang prinsip PPP secara terus menerus dan nilai tukar riil (nilai tukar yang telah memperhitungkan rasio harga barang di kedua negara yang sedang diperbandingkan nilai mata uangnya) tidak pernah berubah. Levich (2001) menggunakan persamaan-persamaan di bawah ini untuk merumuskan model *flexible price* ini.

Persamaan yang menggambarkan bahwa tingkat harga di suatu Negara berhubungan dengan rasio antara penawaran uang dan permintaan uang,

$$P_d = \frac{M}{L(Y,i)} \quad ; \quad P^* = \frac{M^*}{L(Y^*,i^*)} \quad \dots\dots\dots 2.3)$$

dimana,

P_d = Tingkat harga domestik

P^* = Tingkat harga *foreign country*

M = *Money Supply*

$L(Y,i)$ = *Money Demand*, yang dihipotesakan memiliki korelasi positif dengan income riil (Y) sebagai representasi transaksi permintaan uang dan berkorelasi negatif dengan tingkat bunga sebagai representasi dari *opportunity cost* memegang uang.

Selanjutnya dengan asumsi PPP dimana *spot* nilai tukar merupakan rasio harga relatif barang di kedua Negara, sebagaimana persamaan berikut :

$$S_{\text{domestic/foreign}} = \frac{P_d}{P^*} \quad \dots\dots\dots 2.4)$$

dengan mensubstitusikan persamaan 2.3) pada persamaan 2.4) diperoleh :

$$S_{\text{domestic/foreign}} = \frac{P_d}{P^*} = \frac{M/L(Y,i)}{M^*/L(Y^*,i^*)} \quad \dots\dots\dots 2.5)$$

Fungsi permintaan uang yang lebih umum dinyatakan secara matematis sebagai berikut :

$$L(Y,i) = K \cdot Y^\eta e^{-\epsilon i} \quad \dots\dots\dots 2.6)$$

dimana K adalah konstanta yang merepresentasikan kebalikan dari *velocity of money* (kecepatan perputaran uang), η adalah elastisitas pendapatan dari permintaan uang, dan ϵ adalah semi elastisitas suku bunga dari permintaan uang. Kembali dengan dengan substitusi persamaan 2.6) ke dalam persamaan 2.5) maka diperoleh persamaan :

$$S_{\text{domestic/foreign}} = \frac{P_d}{P^*} = \frac{M \cdot K^* \cdot Y^* \cdot \eta \cdot \epsilon \cdot i}{M^* \cdot K \cdot Y \cdot \eta \cdot \epsilon \cdot i^*} \quad \dots\dots\dots 2.7)$$

Dari persamaan 2.7) terlihat bahwa *spot* nilai tukar antara 2 (dua) mata uang ditentukan oleh perbedaan jumlah uang beredar/*money supply*, kecepatan perputaran uang, *income*, dan tingkat suku bunga kedua Negara. Jika *domestic money supply* ditingkatkan dua kali lipat maka nilai tukar asing terhadap nilai tukar domestik menurun sampai setengahnya. Nilai tukar domestik akan menguat sebagai respon dari peningkatan *domestic real income* (Y) atau penurunan tingkat suku bunga domestik (i) karena perubahan yang terjadi pada kedua variabel tersebut menyebabkan peningkatan permintaan uang domestik.

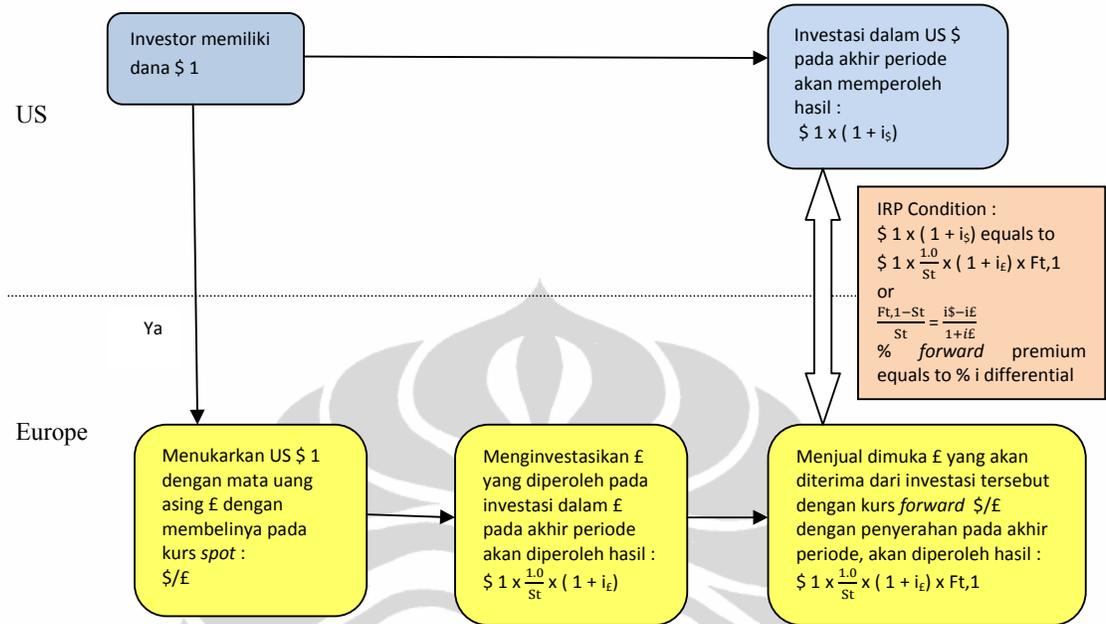
Implikasi dari teori pendekatan moneter dalam penentuan nilai tukar adalah apabila penawaran uang domestik meningkat melebihi penawaran uang pihak asing maka $S_{\text{domestic/foreign}}$ akan turun atau nilai tukar domestik akan jatuh terhadap nilai tukar asing karena harga domestik meningkat melebihi harga yang ditawarkan pihak asing, demikian sebaliknya. Kaitannya terhadap pelarian modal adalah semakin melemahnya nilai tukar domestik (depresiasi) maka permintaan akan valas meningkat sehingga memperbesar pelarian modal. Melemahnya nilai tukar domestik memberi sinyal negatif bagi investor untuk memegang mata uang domestik karena lebih berisiko sehingga mendorongnya untuk memegang mata uang asing yang relatif lebih menguntungkan.

2.2.2. *Interest Rate Parity Theory* dan Teori Fleming-Mundell

Adanya perbedaan tingkat suku bunga suatu Negara terhadap Negara lainnya menunjukkan bahwa terdapat perbedaan imbal jasa yang diberikan suatu instrumen investasi yang ditawarkan pada kedua Negara tersebut. Nasution, Anwar (1988) mengelompokkan 3 (tiga) faktor yang menyebabkan terjadinya perbedaan suku bunga di kedua pasar, yakni risiko perubahan nilai tukar mata uang, adanya faktor yang menghambat lalu lintas modal antar Negara, dan adanya faktor dalam negeri yang mempengaruhi integrasi ekonomi nasional dengan perekonomian dunia maupun yang mempengaruhi tingkat balas jasa tabungan di dalam negeri sehingga secara tidak langsung mempengaruhi lalu lintas modal antar Negara.

Menurut teori paritas tingkat bunga, hambatan terhadap lalu lintas modal antar Negara dengan perekonomian dunia tidak akan ada lagi dalam jangka panjang. Levich (2001) mengemukakan bahwa *interest rate parity* (IRP) menunjukkan hubungan antara *spot* dan *forward* (menjual di muka) di pasar uang secara simultan dengan pasar sekuritas domestik dan asing. Secara prinsip, pada kondisi keseimbangan, IRP menggambarkan bahwa 2 (dua) investasi yang terekspos pada risiko yang sama maka keduanya semestinya memiliki *return* yang sama pula.

Levich (2001) menunjukkan bahwa suatu strategi investor dalam berinvestasi yang memperkuat teori ini adalah *covered interest arbitrage* atau *covered interest parity*, yakni usaha menghindari risiko perubahan nilai tukar dengan melindungi investasinya melalui pasar uang menggunakan *forward premi* dari investasi yang lebih atraktif atau menguntungkan. Pilihan investor dapat diilustrasikan sebagaimana terlihat dalam Gambar 2.1.



Gambar 2.1. Covered Interest Arbitrage

Sumber : Levich (2001).

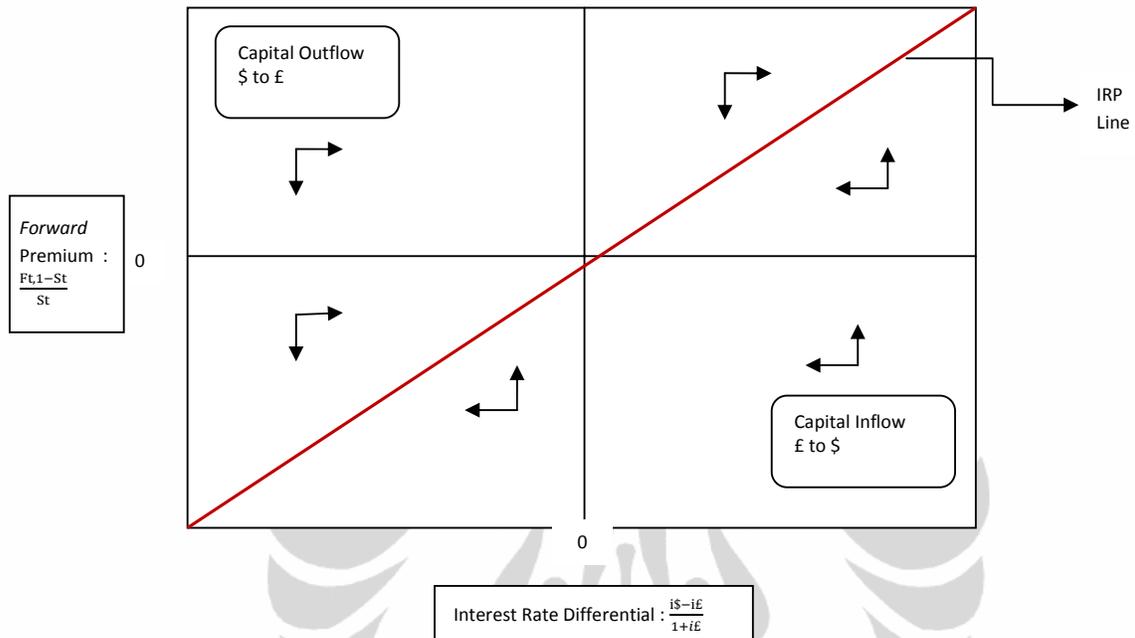
Apabila kurs *forward* (\$/£) lebih tinggi dibandingkan kurs *spot*nya maka mata uang £ lebih mahal di *forward market* sehingga *forward premi* pada £ dan investasi £ lebih menarik atau menguntungkan dibandingkan \$. Investor cenderung pada investasi £, terjadi *capital outflows* \$ ke £. Adanya perbedaan insentif yang ditimbulkan dari kedua pilihan investasi tersebut di atas (\$ atau £) menyebabkan terjadinya deviasi terhadap kondisi IRP. Deviasi tersebut merupakan profit making yang timbul dari transaksi *covered interest arbitrage* sebesar dt, yakni selisih antara persentase *forward premium* dan persentase *interest differential* yang dapat dirumuskan dalam persamaan matematis berikut ini :

$$dt = \frac{F_{t,1} - S_t}{S_t} - \frac{i_{\$} - i_{£}}{1 + i_{£}} \dots\dots\dots 2.8)$$

Kondisi keseimbangan terjadi pada saat persamaan 2.8) sama dengan nol atau yang disebut dengan IRP :

$$\frac{F_{t,1} - S_t}{S_t} = \frac{i_{\$} - i_{£}}{1 + i_{£}} \dots\dots\dots 2.9)$$

yang dapat digambarkan dalam garis keseimbangan IRP (*interest rate parity line*) dimana penduduk suatu Negara akan mendapatkan *return* atau keuntungan yang sama dari melakukan investasi dalam mata uang domestik maupun asing. Garis keseimbangan IRP dapat digambarkan sebagaimana terlihat dalam Gambar 2.2.



Gambar 2.2. *The Interest Rate Parity Line*

Sumber : Levich (2001).

Batiz & Batiz (1985) mengemukakan suatu kondisi yang disebut *perfect capital mobility* (mobilitas modal sempurna) dimana tingkat bunga antar Negara adalah sama sehingga modal bebas mengalir dari satu Negara ke Negara lainnya tanpa ada hambatan, tanpa perbedaan keuntungan, dan tanpa adanya biaya transaksi yang harus ditanggung investor. Kondisi yang sama berlaku pula pada debitor yang membutuhkan dana sehingga dapat memilih untuk meminjam dari sumber dana domestik atau asing dengan *cost of fund* yang sama.

Namun kondisi diatas sangat sulit ditemui dan diterapkan dalam perekonomian di dunia nyata. Tingkat bunga satu Negara dengan Negara lainnya berbeda. Sebagaimana teori yang disampaikan oleh Fleming-Mundel bahwa perbedaan tersebut mengarah pada kondisi mobilitas modal tidak sempurna

(*imperfect capital mobility*) sehingga perpindahan modal antar Negara tidak berlangsung sempurna (Batiz & Batiz, 1985).

Perpindahan modal oleh investor akan terjadi dari Negara yang memiliki tingkat suku bunga yang lebih rendah ke yang lebih tinggi atau arus modal masuk ke Negara yang memberikan tingkat keuntungan yang lebih tinggi. Dalam hal suku bunga domestik jauh lebih rendah dibandingkan tingkat bunga asing maka akan terjadi perpindahan modal ke luar negeri (*Capital Flight*).

2.2.3. Teori Arus Kapital dan Teori Saham

Arus kapital dapat terjadi dalam berbagai macam bentuk antara lain investasi langsung, pelunasan utang secara angsuran (amortisasi) dan perpindahan portofolio sebagai tindakan yang responsif terhadap kondisi perekonomian khususnya makroekonomi.

Dalam sejumlah literatur ekonomi disebutkan bahwa teori arus kapital menjelaskan tentang hubungan antara arus kapital dan tingkat bunga dimana arus masuk kapital berkorelasi positif dengan tingkat bunga domestik dan berkorelasi negatif dengan tingkat bunga luar negeri (dengan asumsi bahwa nilai tukar tetap). Sedangkan pada nilai tukar fleksibel maka tingkat bunga perlu ditambahkan unsur tingkat depresiasi mata uang yang diharapkan. Sebagaimana dituliskan kembali oleh Halwani (2005), teori dimaksud dijelaskan dalam persamaan matematis sebagai berikut :

$$\hat{F} = F(i^+, i^*) \quad \dots 2.10)$$

dimana :

F = saham netto yang merupakan kewajiban sektor swasta; digunakan untuk kewajiban luar negeri yang lebih memadai dibandingkan aset

\hat{F} = arus masuk kapital netto

i^+ = tingkat bunga domestik

i^* = tingkat bunga luar negeri

Teori arus kapital dianggap dapat menjelaskan tentang konstelasi tingkat bunga bahwa suatu Negara dapat meningkatkan arus masuk (atau arus keluar) kapital pada suatu periode waktu ke periode waktu berikutnya. Apabila dikaitkan dengan kebijakan moneter dan fiskal terhadap kondisi neraca pembayaran dan kondisi keseimbangan perekonomian serta sistem devisa bebas maka mobilitas kapital sempurna mensyaratkan adanya saham/obligasi domestik dan terdapat konsekuensi tingkat bunga domestik haruslah lebih tinggi daripada tingkat bunga luar negeri yang akhirnya akan menarik arus kapital masuk dan menjadikan neraca pembayaran tetap seimbang. Dengan demikian, kebijakan moneter ekspansif atau kontraktif melalui penetapan tingkat bunga dan kebijakan fiskal melalui upaya pemerintah dalam menekan defisit anggaran (pada saat neraca pembayaran defisit) maupun menaikkan defisit anggaran (pada saat neraca pembayaran surplus), harus bersama-sama dan bersinergi untuk mewujudkan keseimbangan internal dan eksternal.

Sedangkan teori saham atau teori portofolio melandaskan pada ide dasar bahwa investor akan mendistribusikan *asset* yang dimiliki dalam bermacam bentuk *asset* dengan tujuan memaksimalkan nilai tambahnya. Investasi dilakukan dengan pertimbangan atas 2 hal, yakni keuntungan/pendapatan (*return*) dan risiko. *Return* suatu investasi dianggap menarik jika investasi dimaksud diharapkan lebih bernilai di masa mendatang, oleh karenanya investor tertarik melakukan investasi saat ini. Sedangkan kondisi di masa depan tidak dapat dipastikan 100% dengan tepat. Artinya bahwa setiap investasi di masa mendatang mengandung unsur ketidakpastian atau risiko (Suad Husnan, 1994).

Pendapatan yang tinggi secara alamiah merefleksikan risiko yang tinggi pula sehingga investor diharapkan mampu berlaku rasional untuk melakukan perhitungan mengenai hasil yang diharapkan dan risiko yang mungkin terjadi. Selanjutnya, investor melakukan mendistribusikan *asset* yang dimiliki menjadi berbagai macam bentuk *asset* pilihan terbaik dengan pertimbangan *trade off* antara *return* dan *risk*. Disinilah teori portofolio memainkan perannya dalam upaya melakukan diversifikasi investasi pada berbagai kesempatan investasi untuk

mengoptimalkan *return* yang diharapkan dan meminimalkan risiko yang mungkin terjadi karena risiko telah disebar dalam berbagai bentuk *asset*.

Dalam kaitannya dengan aliran arus modal keluar dari suatu Negara, investor membandingkan unsur-unsur dalam memilih keputusan investasi atas *asset* yang dimiliki antara Negara asal dengan Negara asing. Ketidakpastian dalam negeri yang tinggi maka risiko kegiatan investasi meningkat dan mendorong investor melakukan investasi ke portofolio investasi di luar negeri yang risikonya dianggap lebih rendah karena unsur ketidakpastiannya rendah.

2.2.4. Teori Pertumbuhan Ekonomi

Suatu Negara dapat dikatakan memiliki kondisi perekonomian yang baik melalui perhitungan tingkat pertumbuhan ekonomi yang tinggi atau secara sederhana diukur dari peningkatan jumlah produksi barang dan jasa yang telah dihasilkan. Taksiran atau indikator jumlah produksi barang dan jasa dalam suatu perekonomian dikenal dengan terminologi Produk Domestik Bruto (PDB) dan untuk mengukur tingkat pertumbuhan ekonomi digunakan PDB berdasarkan harga konstan (PDBRiil) untuk mengeliminasi pengaruh perubahan harga selama periode waktu pengukuran.

Cara menghitung tingkat pertumbuhan ekonomi menggunakan indikator PDBRiil dilakukan dengan metode :

$$G_t = \frac{(PDBR_t - PDBR_{t-1}) \times 100\%}{PDBR_{t-1}} \dots\dots\dots 2.11)$$

dimana,

G = Tingkat pertumbuhan ekonomi (Growth)

PDBR = Produk Domestik Bruto Riil

t menunjukkan periode waktu ke- t (triwulanan atau tahunan); (t-1) menunjukkan satu periode waktu sebelumnya.

Teori pertumbuhan neoklasik yang dikembangkan Solow pada tahun 1956 membahas pentingnya akumulasi stok barang modal dan keterkaitannya dengan keputusan masyarakat untuk menabung atau melakukan investasi. Dengan berasumsi bahwa hanya stok barang modal dan tenaga kerja yang menjadi

penentu pertumbuhan ekonomi, maka *output* per kapita (PDB per kapita) dapat dirumuskan sebagaimana persamaan 2.12. (Raharja dan Manurung, 2005):

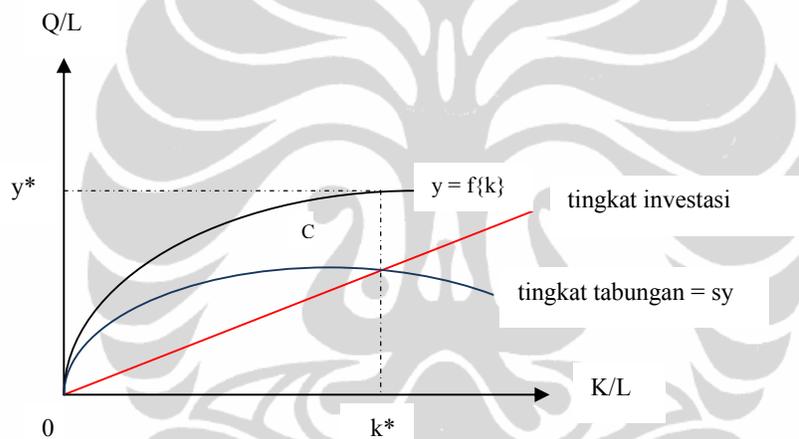
$$y = f\{k\} \quad \dots\dots\dots 2.12)$$

dimana,

y = PDB per kapita atau *output* per tenaga kerja (Q/L)

k = Barang modal per kapita (K/L)

Dalam bentuk grafik, fungsi produksi sebagaimana persamaan 2.12. dapat digambarkan sebagai berikut :



Gambar 2.3. Tingkat Pertumbuhan Stabil

Sumber : Raharja dan Manurung (2005).

Pada gambar 2.3. dapat dilihat bahwa untuk menjaga tingkat pertumbuhan stabil pada tingkat *output* tertentu maka ketersediaan barang modal per kapita harus dipertahankan pada tingkat tertentu. Dengan demikian, investasi memiliki fungsi ganda dalam menjaga tingkat pertumbuhan yang stabil yakni mengganti barang modal yang telah rusak terpakai dan menambah stok barang modal sehingga tetap dapat memproduksi *output* pada level tersebut. Di sisi lain, untuk dapat melakukan investasi maka perekonomian harus dapat menyisihkan sebagian *output*nya sebagai tabungan dan keseimbangan perekonomian akan tercapai apabila jumlah tabungan sama dengan kebutuhan investasi.

Dalam kaitannya antara aliran modal dengan pertumbuhan ekonomi suatu Negara maka semakin jelas bahwa modal memegang peranan penting dalam pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan stok barang modal yang pada gilirannya akan meningkatkan *output*. Rendahnya investasi atau pendanaan yang diperlukan dalam proses penciptaan *output* perekonomian nasional maka dapat berdampak pada tingkat pertumbuhan ekonomi yang rendah pula.

2.3. Studi Empiris tentang *Capital Flight*

Penelitian-penelitian terkait dengan pelarian modal (*Capital Flight*) telah banyak dilakukan mengingat arus modal keluar dari Negara merupakan kondisi yang menarik perhatian karena mempengaruhi upaya pemulihan perekonomian Negara yang baru mengalami krisis maupun Negara yang sedang dalam proses pembangunan ekonominya. Dari studi empiris yang telah dilakukan sebelumnya terdapat fokus penelitian yang bervariasi mulai dari studi yang mengkaji faktor-faktor utama yang memiliki pengaruh kuat terhadap terjadinya *Capital Flight*, melihat kaitannya dengan pertumbuhan ekonomi suatu Negara, serta pengaruh krisis ekonomi yang menimpa perekonomian dunia.

Secara ringkas, hasil-hasil penelitian terdahulu yang relevan untuk menjadi referensi pendukung dalam penelitian ini sebagaimana dipaparkan dalam Tabel 2.2.

Tabel 2.2. Studi Empiris mengenai *Capital Flight*

Penelitian Determinan <i>Capital Flight</i>			
Penelitian	Sampel Data	Metodologi	Hasil Penelitian
Erbe, Sussane & World Bank (1985)	34 Negara	Time Series Data 1976-1982	Mengkaji penyebab (<i>causes</i>) dan sifat/perilaku (<i>nature</i>) dari <i>Capital Flight</i> (CF) serta estimasi nilai CF di 34 negara. Devaluasi nilai tukar, <i>interest rate</i> dan <i>security motive</i> (alasan keamanan politik), dan tingkat hutang LN mempengaruhi <i>Capital Flight</i> di negara yang diteliti.
Cuddington (1987)	7 Negara Amerika Latin	Time Series Data 1974 - 1984	<i>External Debt Flows</i> , <i>Lag Capital Flight</i> (Lagged CF), Inflasi, <i>Exchange Rate</i> (ER), <i>Interest Rate Differential</i> signifikan mempengaruhi <i>Capital Flight</i> di Amerika Latin

Penelitian Determinan <i>Capital Flight</i>			
Penelitian	Sampel Data	Metodologi	Hasil Penelitian
Mahyudin (1989)	Indonesia	Time Series Data 1970 - 1986	Tingkat bunga <i>asset</i> finansial luar negeri, tingkat inflasi domestik, perubahan nilai tukar mempengaruhi aliran modal di Indonesia
Kant, Chander (1996)	Beberapa negara di dunia	Time Series Data 1974 - 1992	Foreign Direct Investment (FDI) berkorelasi erat dengan <i>Capital Flight</i>
Penelitian Determinan <i>Capital Flight</i>			
Penelitian	Sampel Data	Metodologi	Hasil Penelitian
Istikomah, N. (2003)	Indonesia	Time Series Data 1990:1 - 2000:4	<i>Real Effective ER</i> (REER), perbedaan tingkat suku bunga Indonesia - US, tingkat hutang LN, pertumbuhan ekonomi, inflasi dan dummy kestabilan kondisi politik berpengaruh signifikan terhadap <i>Capital Flight</i> di Indonesia
Chunhachinda, P. & Sirodom Kulpatra (2007)	5 Negara Asia	Time Series Data 1991 - 2000	<i>Domestic Inflation Rate, spread interest rate between US - local interest rate, over value of currency, foreign direct investment</i> (FDI), <i>government budget deficit, current account deficit</i> sebagai faktor utama yang mampu menjelaskan <i>Capital Flight</i> dari Asia
Antzoulatos & Sampaniotis (2000's)	Eastern Europe	Time Series Data 1993:4 - 1999:2	Real ER appreciation, inflation, budget deficit signifikan mempengaruhi <i>Capital Flight</i> di E.Europe
Nyoni T. (2000)	Tanzania	Time Series Data 1973 - 1992	<i>Lagged Capital Flight, Real Growth Rates, Interest dan Exchange Rate Differential</i> mempengaruhi <i>Capital Flight</i> di Tanzania
Penelitian Hubungan <i>Capital Flight</i> dengan Pertumbuhan Ekonomi			
Penelitian	Sampel Data	Metodologi	Hasil Penelitian
Cervenna (2006)	A set of 75 countries	Analisis <i>Pooled Cross Section</i> (Data Series 1990 - 2003)	Negara dengan rasio <i>Capital Flight</i> terhadap GDP yang tinggi akan mengalami pertumbuhan GDP/capita lebih rendah dan semakin miskin suatu Negara, akan semakin tertekan dengan fenomena ini
Beja (2007)	Philippines	Time Series Data 1970-1999	<i>Capital Flight</i> memberikan kontribusi terhadap penurunan tingkat pertumbuhan ekonomi jangka panjang Negara

Penelitian <i>Capital Flight</i> dengan Dampak Krisis Ekonomi 1997 (...Lanjutan)			
Chunhachinda, P. & Sirodom Kulpatra (2007)	5 Negara Asia	Time Series Data 1991 - 2000	Krisis Ekonomi tahun 1997 memberikan dampak yang nyata terhadap struktur <i>Capital Flight</i> di Negara Asia

Sumber : Chunhachinda dan Sirodom (2007), telah diolah kembali.

